



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA
Главный экономист УК Арикапитал

Основные показатели

в млн долл.	2018	2019	2020
Рыночная капитализация	–	–	4 471*
Выручка	595	929	1450
ЕБИТДА	-86	-248	-172
Чистый долг	-32	173	-1 062
Чистый долг / ЕБИТДА	–	–	–

* рыночные данные на 31.01.22

Параметры выпуска OZON 1 7/8 02/24/26

ISIN	XS2304902443
Рейтинг эмитента	BBB-/BBB
Валюта	USD
Дата размещения	17.02.21
Текущ. средняя цена*	73,25
Текущ. доходность к опциону по средней цене*	10,07%
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)*	858

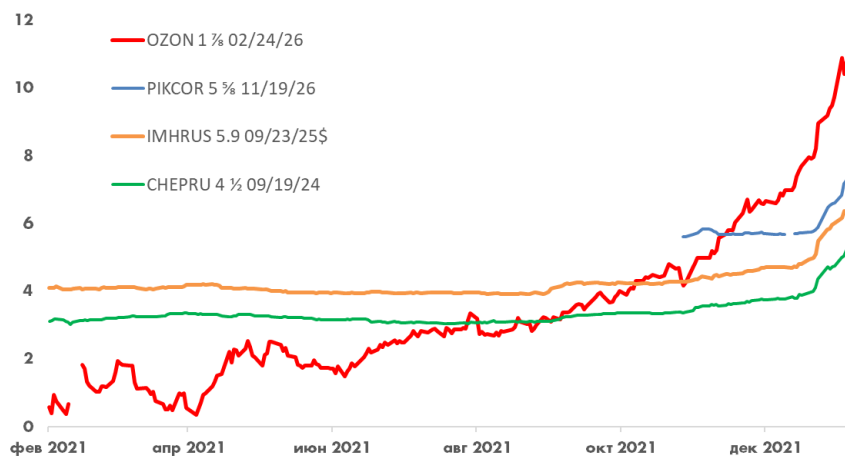
* на 31.01.22

Источник: Bloomberg

Конвертируемые облигации Ozon очень сильно снизились в цене из-за падения акций. Текущая цена обеспечивает доходность порядка 10% годовых в долларах и бесплатный опцион на конвертацию в акции.

Конвертируемый выпуск OZON 1 7/8 02/24/26 был размещен в феврале 2021 года под доходность менее 1% годовых (опцион на конвертацию в акции был настолько дорогим, что компенсировал низкую доходность). Поскольку облигационная доходность была очень низкой, основными держателями данного выпуска, вероятно, стали фонды, ориентированные на инвестиции в акции, которые рассматривали конвертируемые облигации как альтернативу акциям. В итоге выпуск OZON 1 7/8 02/24/26 оказался распродан вместе с акциями и, на наш взгляд, стал интересным в облигационной части. OZON 1 7/8 02/24/26 стал более доходным, чем российские еврооблигации с низким рейтингом.

Динамика доходности OZON 1 7/8 02/24/26 (USD)



Источник: Bloomberg

У Озона денежные средства (от IPO) превышают долг, однако отрицательная ЕБИТДА и сильно отрицательный денежный поток из-за очень больших инвестиций в электронную коммерцию (интернет-магазин и соответствующая инфраструктура). Консенсус-прогноз Bloomberg предполагает выход на прибыльность только в 2024 году.

Чистый долг и ЕБИТДА (в млн долларов)



Источник: Bloomberg

На рынке электронной коммерции Озон занимает 2-е место, сильно уступая Wildberries и намного опережая другие компании (в перспективе нескольких лет 3-е место, скорее всего, будет у Яндекса).

У Озона нет рейтингов международных агентств. По нашему мнению, наиболее близким аналогом Озон является британский онлайн-ритейлер Ocado, имеющий рейтинг необеспеченных бумаг -/B2/BB-. Ocado и Озон похожи по типу бизнеса и финансовым показателям (хотя финансы у Озона немного хуже). Основные отличия Озона от Ocado – российский риск и наличие сильного акционера. АФК Система (BB-/BB) владеет 31,8% Озона.

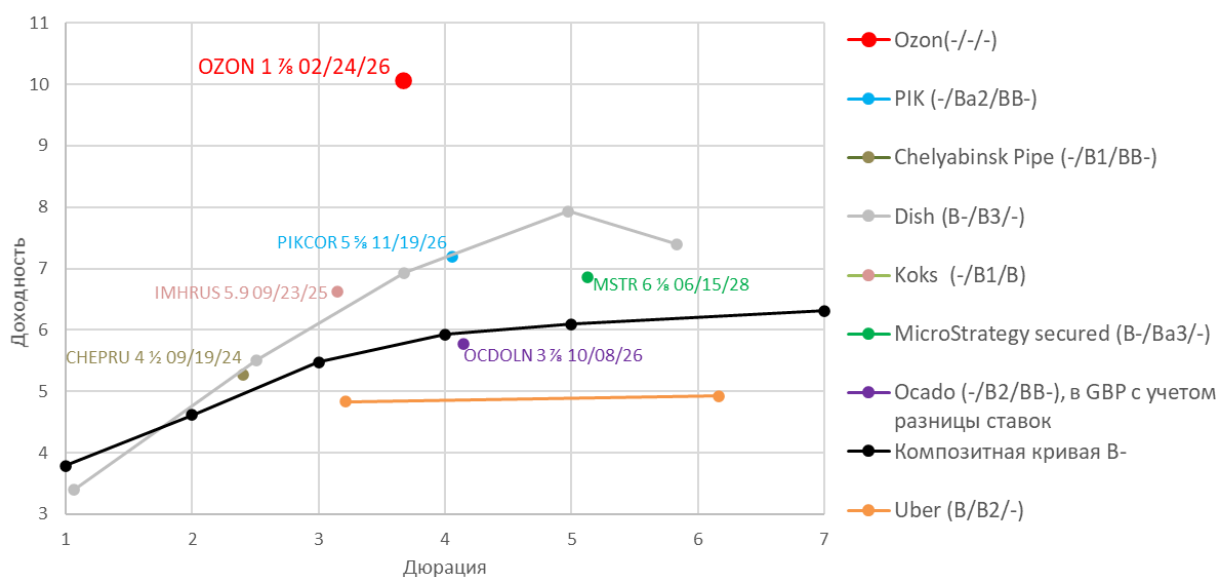
Российский риск для эмитентов с низким рейтингом менее важен, чем для высококачественных заемщиков, так как повышенный страновой риск может компенсироваться меньшей конкуренцией и большим потенциалом роста рынка. Wildberries и Яндекс – сильные конкуренты, однако это не Amazon, а проникновение электронной коммерции, основного рынка Озон, в России в 2 раза меньше, чем в Великобритании (по оценке крупного инвестбанка).

Потенциальной поддержкой в случае продолжения негативной динамики акций и облигаций Озона может быть M&A. Судя по большому объему инвестиций в данный сегмент, рынок электронной коммерции привлекателен для многих компаний, поэтому при падении акций в какой-то момент Озон может стать целью для поглощения (например, со стороны Яндекса, X5, Магнита или Сбербанка).

Мы считаем, что в плане кредитного риска Озон можно сравнивать с западными эмитентами уровня В-/В.

У Озона есть только один выпуск еврооблигаций – конвертируемый OZON 1 7/8 02/24/26. Текущая доходность 10,0% в долларах, что очень много по глобальным меркам. Обычно с такой доходностью торгуются только крайне рискованные эмитенты с высоким риском дефолта.

Кривые доходности Озон и сравнимых компаний (USD)



Источник: Bloomberg

На наш взгляд, облигации Озона слишком перепроданы из-за падения акций и не должны торговаться со спредом более 100 б.п. к слабым западным В- или российскому ПИК (который при более сильных финансовых показателях намного больше зависит от макроэкономической конъюнктуры РФ).

Это означает потенциал сужения спреда облигаций Озон порядка 200 б.п. На годовом интервале мы оцениваем справедливый G-спред OZON 1 7/8 02/24/26 в 650 б.п. (по сравнению с текущим уровнем 858), что соответствует доходности 8,0% и цене 83,7% номинала (на 01.02.23). При сохранении общерыночных спредов и ставок суммарная доходность по выпуску OZON 1 7/8 02/24/26 за год может составить 16,1% в долларах.

Мы не учитываем в оценке конвертируемых облигаций опцион на конвертацию в акции, так как цена исполнения опциона примерно в 3 раза выше текущей.

Важно отметить риски облигаций Озон: в течение нескольких лет компания, вероятно, будет убыточна на уровне чистого денежного потока из-за очень крупных инвестиций, которые могут и не окупиться.

Данный отчет может использоваться только в информационных целях и не является предложением, рекомендацией или офертой на покупку или продажу ценных бумаг. Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но компания не дает никаких гарантий относительно точности данной информации. Компания может совершать любые операции с ценными бумагами, упомянутыми в данном отчете, и до, и после публикации данного отчета.

Данный отчет может быть использован только инвесторами на территории РФ с учетом законодательства РФ.

Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но компания не дает никаких гарантий относительно точности данной информации.

Общество с ограниченной ответственностью Управляющая компания «Арикапитал» – Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00952 от 31 января 2013 года выдана ФСФР России. Информация о структуре и составе акционеров (участников) управляющей компании, в том числе о лицах, под контролем либо значительным влиянием которых находится управляющая компания, раскрывается на [официальном сайте Банка России](#).

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Чистые деньги» – Правила доверительного управления зарегистрированы ФСФР России 14 марта 2013 г. за номером 2565.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Глобальные инвестиции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 06 сентября 2016 г. за номером 3208.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Рублевые сбережения» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 26 июля 2018 г. за номером 3542.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Харизматичные идеи» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 27 ноября 2018 г. за номером 3606.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Мировые рынки» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 03 июня 2021 г. за номером 4445.

Прием заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев осуществляется в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23.

Получить подробную информацию о деятельности управляющей компании, о паевых инвестиционных фондах, о работе пункта приема заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев, ознакомиться с правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и иными документами можно в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23, по телефону: (495) 123-32-77 и на сайте в сети Интернет: www.aricapital.ru.

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами предусмотрены надбавки (скидки) к (с) расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче (погашении). Взимание надбавок (скидок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда.